



COMISIA EUROPEANĂ

Bruxelles, 7.3.2012  
SWD(2012) 23 final

**DOCUMENT DE LUCRU AL SERVICIILOR COMISIEI**

**REZUMATUL EVALUĂRII IMPACTULUI**

*care însoțește documentul*

**Propunere de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului**

**privind îmbunătățirea decontării instrumentelor financiare în Uniunea Europeană și depozitarii centrali de instrumente financiare (Central Securities Depositories - CSD) și de modificare a Directivei 98/26/CE**

{COM(2012) 73 final}  
{SWD(2012) 22 final}

# DOCUMENT DE LUCRU AL SERVICIILOR COMISIEI

## REZUMATUL EVALUĂRII IMPACTULUI

*care însoțește documentul*

### Propunere de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului

**privind îmbunătățirea decontării instrumentelor financiare în Uniunea Europeană și depozitarii centrali de instrumente financiare (Central Securities Depositories - CSD) și de modificare a Directivei 98/26/CE**

#### Introducere

Orice tranzacție bursieră sau extrabursieră cu instrumente financiare este urmată de un flux de procese *post-tranzacționare* care duce la decontarea tranzacției, adică livrarea instrumentelor financiare contra numerar. Aceste procese se realizează de obicei prin așa-numitele „infrastructuri post-tranzacționare”, printre care contrapărțile centrale (*Central Counterparties - CCP*) pentru *compensare* și depozitarii centrali de instrumente financiare (*Central Securities Depositories - CSD*) pentru *decontare*.

CSD-urile sunt instituții importante din domeniul post-tranzacționării, deoarece asigură, în general, înregistrarea, custodia și decontarea instrumentelor financiare – aceasta din urmă prin gestionarea așa-numitelor sisteme de decontare a instrumentelor financiare. De asemenea, CSD-urile joacă un rol esențial pentru piața garanțiilor, în special în scopuri de politică monetară – aproape toate garanțiile eligibile pentru operațiunile de politică monetară în UE, în special în zona euro, trec prin sisteme de decontare a instrumentelor financiare. Sistemele de decontare a instrumentelor financiare din UE au decontat în 2010 operațiuni în valoare de aproximativ 920 000 de miliarde EUR și dețineau, la sfârșitul anului 2010, instrumente financiare însumând aproape 39 000 miliarde EUR.

CSD-urile prezintă, prin urmare, o *importanță sistemică* pentru piețele pe care funcționează și sunt din ce în ce mai interconectate datorită creșterii volumului tranzacțiilor transfrontaliere în Europa; după unele estimări, tranzacțiile transfrontaliere reprezintă aproximativ o treime din totalul tranzacțiilor cu instrumente financiare încheiate pe piața europeană. CSD-urile și procesele post-tranzacționare, în general, vor deveni și mai strâns interconectate odată cu introducerea sistemului Target2 Securities (T2S), un proiect lansat de Eurosistem pentru a oferi o platformă comună pentru decontarea operațiunilor cu instrumente financiare în Europa (T2S este programat să înceapă în 2015).

Piața UE pentru servicii specifice CSD-urilor este foarte fragmentată, cu peste 30 de CSD-uri și două ICSD-uri (CSD-uri internaționale - Clearstream Banking Luxemburg și Euroclear Bank), în comparație cu SUA, unde întreaga piață a instrumentelor financiare este deservită de doar două CSD-uri, DTC și FedWire.

#### Mandatul politic și consultarea părților interesate

Serviciile Comisiei Europene lucrează pe chestiuni legate de post-tranzacționare de peste 10 ani. Această activitate a primit girul Parlamentului European printr-o rezoluție din 2003

referitoare la o consultare lansată de Comisie privind compensarea și decontarea, și a fost prezentată într-o comunicare a Comisiei către Consiliu și Parlamentul European din 2004 privind compensarea și decontarea în UE.

Mai recent, sprijinul politic a fost demonstrat prin următoarele modalități:

- printr-o scrisoare comună din 8 iunie 2010, cancelarul Merkel și președintele Sarkozy l-au invitat pe președintele Barroso să examineze posibilitatea de armonizare a perioadelor de decontare în Europa;
- Consiliul ECOFIN din 2 decembrie 2008 a subliniat nevoia de a întări siguranța și soliditatea sistemelor de decontare a instrumentelor financiare și a convenit că este nevoie de legislație la nivelul UE pentru a surmonta barierele juridice legate de post-tranzacționare, inclusiv obstacolele în calea accesului la CSD-uri.

Necesitatea unor standarde adecvate pentru CSD-uri a fost, de asemenea, convenită la nivel internațional:

- Încă din 2001, autoritățile de reglementare la nivel mondial în domeniul bancar și al instrumentelor financiare (CPSS-IOSCO) au adoptat recomandări privind sistemele de decontare. Acestea au fost adaptate de către autoritățile de reglementare europene (SEBC-CESR) în 2009;
- În octombrie 2010, Consiliul pentru stabilitate financiară a reiterat cererea de a se actualiza standardele în vederea consolidării infrastructurilor de bază ale pieței, inclusiv a CSD-urilor, și a solicitat revizuirea și ameliorarea standardelor existente.

Serviciile Comisiei au desfășurat consultări ample cu părțile interesate, inclusiv autoritățile de reglementare, CSD-urile și participanții la CSD-uri. Între 13 ianuarie și 1 martie 2011 s-a desfășurat o consultare publică, în urma căreia s-au primit 101 răspunsuri.

### **Prezentare generală a aspectelor**

În timp ce în interiorul frontierelor naționale sistemele post-tranzacționare naționale sunt în general sigure și eficiente, acestea conlucrează și comunică mai puțin eficient și mai puțin sigur *în afara* granițelor, ceea ce înseamnă că un investitor se confruntă cu costuri mai ridicate și cu riscuri mai mari atunci când face investiții transfrontaliere. De exemplu, costurile de decontare transfrontalieră sunt de până la patru ori mai mari decât costurile de decontare internă.

Raportul de evaluare a impactului identifică trei aspecte cheie: *riscuri* mai mari și *costuri* mai ridicate pentru decontările transfrontaliere și *condiții de concurență inechitabile* pentru serviciile specifice CSD-urilor. Acestea sunt consecințele mai multor factori, descriși pe scurt în continuare.

#### *Practici de piață diferite în ceea ce privește organizarea procesului de decontare*

##### (a) Practici diferite în ceea ce privește disciplina în materie de decontare

În UE, practicile diferă de la o piață la alta în ceea ce privește existența sau modul de utilizare a măsurilor de disciplină în materie de decontare, cum ar fi promovarea decontării anticipate, monitorizarea cazurilor de neexecutare a decontării, stimulentele acordate pentru decontarea

la timp, penalizările și obligațiile de cumpărare impusă. Acest lucru duce la un număr sporit de *cazuri de neexecutare a decontării* pentru tranzacțiile transfrontaliere și favorizează *arbitrajul de reglementare* (în special într-o situație concurențială post-T2S).

Diferă și definițiile cazurilor de neexecutare a decontării, ceea ce afectează capacitatea unui participant la piață, a unui CSD sau a unei autorități de reglementare să înțeleagă domeniile de risc, să identifice măsuri de diminuare și să acționeze în consecință, în special într-un mediu transfrontalier.

Au existat inițiative din partea sectorului pentru a armoniza unele din aceste practici de pe piață, însă progresele au fost relativ lente. Recomandările SEBC-CESR includ, de asemenea, anumite principii referitoare la disciplina în materie de decontare; cu toate acestea, pentru marea majoritate a măsurilor nu există niciun plan de implementare.

#### (b) Perioade de decontare diferite

Decontarea celor mai multe tranzacții cu instrumente financiare nu are loc instantaneu ci, în general, după un anumit număr de zile de la data încheierii tranzacției; în Europa, majoritatea instrumentelor financiare se decontează la momentul T+3 sau T+2, adică după trei, respectiv două zile de la data tranzacției. Perioadele de decontare diferite creează o serie de probleme pentru tranzacțiile transfrontaliere: (a) *riscuri* operaționale suplimentare, (b) creșterea *costurilor* de finanțare, de exemplu pentru investitorii care achiziționează instrumente financiare pe o piață T+2 și le vând pe o piață T+3, și (c) *perturbări ale operațiunilor corporative care determină modificarea nivelului capitalului social (corporate actions)*, prin confuzia creată referitor la care investitori au dreptul la dividende. Perioadele de decontare mai lungi creează nesiguranță și un risc al contrapărții mai mare pentru investitori.

Un grup de lucru coordonat de entități din sector, intitulat Armonizarea ciclurilor de decontare (*Harmonisation of Settlement Cycles - HSC*), a fost creat în 2009, sub auspiciile serviciilor Comisiei, în vederea evaluării nevoii de armonizare și a identificării opțiunii preferate în acest sens. Grupul a recomandat armonizarea la T+2.

#### *Norme diferite pentru CSD-uri*

În UE, CSD-urile sunt reglementate la nivel național, iar statele membre au adoptat soluții diferite în acest sens. De exemplu, unele țări nu le permit CSD-urilor să efectueze activități bancare, în timp ce în alte țări CSD-urile pot oferi anumite servicii bancare, ceea ce adaugă un risc suplimentar la operațiunile CSD-urilor.

Recomandările SEBC-CESR oferă autorităților de supraveghere orientări pentru evaluarea siguranței, a solidității și a eficienței CSD-urilor; cu toate acestea, orientările respective au un caracter general și neobligatoriu.

Normele diferite, împreună cu barierele de acces descrise mai jos, conduc la *fragmentarea* pieței post-tranzacționare din UE. Ca urmare a acestei fragmentări, decontarea transfrontalieră a tranzacțiilor se bazează pe lanțuri de deținere complexe, cu consecințe asupra *siguranței și eficienței* acestor tranzacții. Lipsa de eficiență se traduce prin costuri mai mari pentru decontările transfrontaliere în comparație cu decontările la nivel național, precum și prin creșterea costurilor operaționale și de finanțare pentru investitorii care nu sunt în măsură să-și comaseze activele în vederea maximizării lichidității.

Normele diferite și barierele de acces contribuie, de asemenea, la *cvasimonopolurile* de care se bucură CSD-urile naționale, cel puțin pentru anumite servicii și instrumente financiare, precum serviciile notariale pentru acțiuni.

#### *Bariere în calea accesului la CSD-uri*

##### (a) Accesul emitenților la CSD-uri

Libertatea unui emitent de a-și alege CSD-ul este încă limitată în multe state membre, în special în ceea ce privește acțiunile. Aceste restricții contribuie la o *lipsă a concurenței* între CSD-uri și la *fragmentarea* pieței UE, cu toate consecințele descrise mai sus.

##### (b) Accesul reciproc între CSD-uri, respectiv între CSD-uri și alte infrastructuri de piață.

Într-un mediu cu un caracter transfrontalier din ce în ce mai pronunțat, CSD-urile și alte infrastructuri de piață (cum ar fi locurile de tranzacționare și CCP-urile) au nevoie de acces reciproc pentru a concura în condiții echitabile. Aceste drepturi de acces nu sunt garantate de legislația UE și nici de cea națională.

Asociațiile europene ale CSD-urilor, burselor și CCP-urilor au semnat în 2006 un cod de conduită care stabilește câteva principii generale în acest sens, dar pe o bază voluntară autoimpusă și numai în cazul acțiunilor.

### **Dreptul UE de a acționa**

Acțiunea UE pare să respecte principiul subsidiarității, din următoarele motive:

- Problemele definite mai sus se referă în principal la chestiuni transfrontaliere. Prin urmare, eficacitatea măsurilor corective puse în aplicare într-un mod autonom și necoordonat de către statele membre ar fi probabil foarte scăzută în context transfrontalier;
- Natura sistemică a CSD-urilor și interconectarea lor tot mai pronunțată în Europa necesită acțiuni coordonate;
- Anumite aspecte legate de problemele identificate sunt acoperite de *acquis*-ul comunitar existent, în special de directiva privind contractele de garanție financiară, de directiva privind caracterul definitiv al decontării, de directiva privind piețele instrumentelor financiare și de directiva privind cerințele de capital (CRD). O nouă propunere ar trebui să se încadreze perfect în ansamblul acestor măsuri ale UE. Acest lucru poate fi realizat cel mai bine printr-un efort comun.

### **Obiective**

Obiectivul evaluării impactului constă în analizarea posibilității de a găsi soluții la nivelul UE pentru problemele prezentate mai sus. Obiectivele strategice sunt creșterea siguranței, a eficienței și asigurarea unor condiții echitabile de concurență pentru serviciile transfrontaliere specifice CSD-urilor. De asemenea, raportul definește obiective operaționale concrete:

- (1) îmbunătățirea cadrului de decontare – prin (1.1) îmbunătățirea disciplinei în materie de decontare transfrontalieră și (1.2) armonizarea perioadelor de decontare;

- (2) introducerea de norme coerente pentru CSD-uri în întreaga Europă – prin armonizarea (2.1) cadrului de acordare a licențelor, (2.2) a normelor prudențiale și organizaționale și (2.3) a regimurilor de autorizare și de supraveghere a CSD-urilor;
- (3) eliminarea barierelor de acces la/pentru CSD-uri – atât cu privire la (3.1) accesul reciproc între emitenți și CSD-uri, cât și la (3.2) accesul reciproc între CSD-uri, respectiv între CSD-uri și alte infrastructuri de piață.

### **Opțiuni și instrumente de politică**

Evaluarea impactului prezintă și analizează o serie de opțiuni de politică pentru fiecare obiectiv operațional, și le compară cu opțiunea menținerii situației actuale.

(1.1) În ceea ce privește disciplina în materie de decontare, au fost luate în considerare următoarele opțiuni: obținerea de angajamente suplimentare din partea sectorului, introducerea unor principii comune de decontare, impunerea utilizării unor procese standard de disciplină în materie de decontare sau introducerea unor măsuri care să abordeze întregul lanț de tranzacționare/post-tranzacționare. A fost reținută opțiunea de a introduce principii comune cu caracter obligatoriu la nivelul UE, deoarece promovează standardizarea și siguranța, permițând în același timp inovarea și flexibilitatea în condițiile în care piața se află în schimbare. Aceasta este și opțiunea preferată de Grupul de lucru HSC.

(1.2) În ceea ce privește perioadele de decontare, opțiunile examinate au fost T+1, T+2 și T+3. În conformitate cu concluzia grupului de lucru HSC, opțiunea T+2 pare mai avantajoasă, întrucât reduce riscul contrapărții și cerințele în materie de garanții și încurajează o mai mare automatizare a proceselor; aceste beneficii sunt permanente, în timp ce costurile de punere în aplicare pentru participanții la piață sunt punctuale și sunt doar ușor mai ridicate decât în cazul unei armonizări T+3.

(2.1) În ceea ce privește cadrul de acordare a licențelor, raportul compară recunoașterea reciprocă a serviciilor specifice CSD-urilor pe teritoriul UE cu o licență (și un pașaport) la nivelul UE. Licența (și pașaportul) la nivelul UE a fost reținută ca fiind cea mai bună modalitate de a asigura condiții de concurență echitabile și de a stimula concurența între CSD-uri. Această abordare este în concordanță cu opiniile celor mai mulți dintre participanții la consultarea publică, deși punctele de vedere diferă în ceea ce privește sfera de aplicare a licenței, în special dacă o astfel de licență ar trebui să includă serviciile bancare, în cazul cărora CSD-urile preiau cea mai mare parte a riscului.

Cu privire la serviciile bancare menționate, raportul compară un model integrat, prin care un CSD furnizează anumite servicii bancare, cu condiția respectării unor cerințe mai stricte pentru aceste servicii decât în cadrul directivei CRD (de exemplu, garantarea integrală a creditului), și un model segregat, prin care aceste servicii bancare sunt furnizate de o instituție de credit separată, fără nicio limitare legată de domeniul de activitate, dar cu condiția respectării aceluiași cerințe prudențiale și pentru serviciile în cauză. A fost reținut modelul segregat, deoarece reduce contagiunea riscului legat de activitățile bancare la alte activități de tip CSD, garantând astfel că CSD-urile au un profil de risc scăzut, mai adecvat în cazul unor astfel de infrastructuri de importanță sistemică. Acest avantaj important nu pare a fi contrabalansat de costurile de punere în aplicare a măsurii, care sunt, în principal, costuri juridice/costuri de tranzacție ocazionate de înființarea unei entități juridice separate și de renegocierea contractelor existente.

(2.2) În ceea ce privește introducerea de norme prudențiale, raportul analizează două opțiuni principale: introducerea unor principii comune în legislația UE, urmând ca standardele tehnice detaliate să fie elaborate de AEVMP în cooperare cu SEBC, sau introducerea de norme comune detaliate în legislație. În conformitate cu opiniile părților interesate, a fost reținută prima opțiune, pentru că permite: (a) flexibilitate în adaptarea măsurilor detaliate la condițiile pieței, (b) o mai bună aliniere la standardele internaționale, și (c) implicarea SEBC în stabilirea acestor măsuri – acest lucru prezintă importanță în gestionarea sarcinilor de reglementare pentru CSD-uri, deoarece sistemele de decontare pe care le operează acestea sunt supravegheate de către băncile centrale.

(2.3) În ceea ce privește cadrul de autorizare și de supraveghere a CSD-urilor, raportul analizează mai multe opțiuni: autorizarea/supravegherea CSD-urilor la nivel național, cu implicarea autorităților din alte state membre, după caz, autorizarea/supravegherea la nivel național cu implicarea AEVMP, o combinație a acestor două opțiuni sau autorizarea/supravegherea de către AEVMP. A fost reținută combinația de supraveghere/autorizare la nivel național cu implicarea autorităților din alte state membre și a AEVMP, deoarece ar permite autorităților să fie direct implicate în autorizarea și supravegherea CSD-urilor cu activități transfrontaliere într-un mod flexibil, fără a impune o sarcină administrativă nejustificată în cazul CSD-urilor mai mici, și asigurând, în același timp, un anumit grad de standardizare a acestei cooperări în cazul CSD-urilor mai mari.

(3.1) Introducerea dreptului emitenților de a emite instrumente financiare printr-un CSD la alegerea lor contribuie la deschiderea pieței permisă de licența la nivelul UE. Acest lucru este întărit prin obligația ca titlurile cotate să fie înregistrate prin înscriere în cont, ceea ce ar spori, totodată, eficiența procesului de decontare și ar facilita reducerea perioadelor de decontare, având în vedere că instrumentele financiare înscrise în cont sunt mult mai ușor de livrat decât instrumentele financiare pe suport de hârtie. Impactul asupra puținelor piețe care încă folosesc instrumente financiare pe suport de hârtie ar putea fi atenuat prin stabilirea unei date de punere în aplicare care să le permită acestor piețe să se adapteze.

(3.2) Este totodată important ca o licență la nivelul UE să fie însoțită de drepturi de acces reciproc între CSD-uri, respectiv între CSD-uri și alte infrastructuri de piață.

Multe dintre aceste opțiuni de politică sunt interconectate. Rezultatele combinate ar putea fi:

- pe termen scurt, o concurență mai mare între CSD-uri, cu beneficii preconizate pentru calitatea și tarifele serviciilor transfrontaliere. Aceasta ar putea aduce beneficii imediate pentru emitenți, însă reflectarea tarifelor CSD-urilor în costuri mai mici pentru investitori ar putea fi compromisă dacă, pe termen scurt, concurența ar avea ca rezultat o fragmentare mai mare;
- pe termen mediu și lung, o mai mare consolidare a pieței și o diminuare a fragmentării (lanțuri de participare mai scurte), cu beneficii în materie de reducere a riscurilor și a costurilor asociate decontărilor transfrontaliere. Aceasta s-ar putea traduce prin costuri mai mici pentru investitori de-a lungul întregului lanț post-tranzacționare;
- în ansamblu, politicile propuse ar putea facilita capacitatea emitenților de a mobiliza capital și capacitatea investitorilor de a-și plasa fondurile într-un mod mai sigur și mai rentabil, cu beneficii mai mari pentru economie.

Nu este clar cum pot fi cuantificate aceste beneficii. Proiectul de document de lucru al serviciilor Comisiei privind serviciile post-tranzacționare din 2006 a prezentat o serie de estimări bazate pe diferențele de cost dintre tranzacțiile transfrontaliere și cele naționale, respectiv dintre tranzacțiile efectuate în Europa și în SUA (calculate pe baza studiilor disponibile la momentul respectiv, majoritatea din perioada 2001-2004):

- costuri post-tranzacționare cumulate cu 2 – 5 miliarde EUR mai mari pentru investitori;
- aproximativ 700 de milioane EUR reduceri suplimentare ale costurilor în urma consolidării pieței.

Aceste cifre oferă o imagine asupra magnitudinii, dar supraestimează probabil beneficiile potențiale ale adoptării de măsuri legislative în prezent, deoarece diferența dintre costurile transfrontaliere și costurile naționale a scăzut și se preconizează că T2S va reduce și mai mult atât costurile naționale, cât și costurile transfrontaliere.

Având în vedere opțiunile preferate și necesitatea de a garanta aplicarea uniformă a cadrului legislativ în UE, regulamentul este considerat instrumentul de politică cel mai potrivit, care permite realizarea obiectivelor urmărite.

### **Monitorizare și evaluare**

Evaluarea ex-post a tuturor politicilor este o prioritate pentru Comisie, deoarece piața este în continuă schimbare. Evaluarea va verifica în mod concret dacă măsurile sunt încă eficiente și eficiente în raport cu obiectivele expuse mai sus. Raportul propune un cadru de monitorizare și evaluare care combină monitorizarea periodică de către AEVMP, sondajele la nivelul sectorului și studiile externe. De asemenea, raportul propune monitorizarea altor domenii în care au fost identificate probleme, dar nu se propune intervenția UE în acest moment, cum ar fi internalizarea decontării în afara sistemelor de decontare desemnate și notificate.